

福瑞达 (600223.SH)

买入(维持评级)

大健康业务毛利率持续提升，地产剥离在即

当前价格：9.31 元
 目标价格：10.73 元

基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	1017/1017
总市值/流通市值 (百万元)	9464/9464
每股净资产 (元)	3.84
资产负债率 (%)	58.63
一年内最高/最低 (元)	12.43/6.5

一年内股价相对走势



团队成员

分析师 陈照林
 执业证书编号: S0210522050006
 邮箱: CZL3792@hfzq.com.cn

分析师 来舒楠
 执业证书编号: S0210523040002
 邮箱: LSN3916@hfzq.com.cn

公司发布 2023 年半年报，实现营收 25 亿元/yoy-49%，主要系剥离地产影响；归母净利润 1.9 亿元/yoy+0.6%，扣非归母净利润 6296 万元/yoy-67%，毛利率 44%/yoy+13pct，归母净利率 7.7%/yoy+3.8pct。23Q2 营收 12 亿元/yoy-64%，归母净利润 6109 万元/yoy-50%，扣非归母净利润 4777 万元/yoy-62%，毛利率 49%/yoy+23pct，归母净利率 5.1%/yoy+1.4pct。子公司福瑞达医药集团 23H1 营收 14.69 亿元/yoy+14.36%，归母净利润 1.19 亿元/yoy+13.65%，扣非归母净利润 1.15 亿元/yoy+15.75%。

化妆品营收 11 亿元，大健康业务毛利率全面提升。23H1 化妆品/医药/原料营收 11.06/2.91/1.70 亿元，yoy+9.2%/+37.8%/+7.0%；毛利率 63%/56%/36%，yoy+2.3/+2.2/+2.5pct。23H1 颐莲/瑗尔博士营收 4/6 亿元，同比+1%/+15%，颐莲喷雾售出 900 万+瓶/收入同比+9%，嘭润霜售出 15 万+瓶/收入同比+416%，瑗尔博士益生菌面膜售出 710 万盒/收入同比+20%，洁颜蜜售出 416 万支/收入同比+12%，微晶水售出 59 万支/微晶水乳收入同比+15%。培育品牌增长亮眼，善颜直营店/UMT 品牌/诠润品牌 GMV 同比增长 86%/37%/25%。

地产剥离在即，集中资源发展大健康业务。地产第二批 2 家公司预计 23 年 10 月底前交割，后续将聚焦大健康，盈利能力改善客可期。“4+N”品牌战略下精细化运营，化妆品毛利率提升，颐莲专研玻尿酸保湿修护，瑗尔博士主推益生菌系列、褐藻系列，全域渠道寻求增长。此外积极布局胶原蛋白及医美器械赛道，培养新增长点。原料板块推出透明质酸锌等高附加值新原料，增厚原料利润空间。

盈利预测与投资建议：聚焦大健康，化妆品品牌力提升，高价新品带动产品结构升级，原料布局完备。基于中报业绩，下调颐莲和瑗尔博士的增速预测，下调盈利预测，预计 23-25 年公司归母净利润分别为 3.5/4.1/4.9 亿元（前值分别为 4.2/5.2/6.4 亿元）。分部估值，预计 23 年化妆品归母净利 2.1 亿元给予 40 倍 PE、药品及原料净利 0.8 亿元给予 30 倍 PE、根据持股比例物业板块对应市值 2.1 亿元人民币，合计目标市值 109 亿元，目标价 10.73 元，维持“买入”评级。

风险提示：消费需求不足，竞争加剧，研发及新品推出进程不及预期。

财务数据和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	12,363	12,951	4,285	5,027	5,914
增长率	-9%	5%	-67%	17%	18%
净利润(百万元)	362	45	347	409	490
增长率	-43%	-87%	664%	18%	20%
EPS (元/股)	0.36	0.04	0.34	0.40	0.48
市盈率 (P/E)	26.2	208.2	27.2	23.2	19.3
市净率 (P/B)	2.0	2.5	2.3	2.2	2.2

数据来源：公司公告、华福证券研究所

相关报告

《鲁商发展(600223.SH)23年一季报点评：Q1净利润+95%，化妆品毛利率提升》2023.4.27
 《鲁商发展(600223.SH)22年报点评：化妆品增长稳健，地产剥离积极推进》2022.3.31
 《鲁商发展(600223.SH)深度：坚定大健康转型，化妆品增长可期》2022.12.13

图表 1: 财务预测摘要

资产负债表					利润表				
单位:百万元	2022A	2023E	2024E	2025E	单位:百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	4,318	21,141	19,332	17,474	营业收入	12,951	4,285	5,027	5,914
应收票据及账款	351	115	136	160	营业成本	9,759	2,017	2,334	2,671
预付账款	1,524	315	364	417	税金及附加	539	178	209	246
存货	46,047	9,519	11,036	12,944	销售费用	1,313	1,414	1,780	2,070
合同资产	0	0	0	0	管理费用	350	141	181	201
其他流动资产	3,388	1,121	1,315	1,547	研发费用	134	214	282	313
流动资产合计	55,629	32,211	32,184	32,542	财务费用	353	-158	-445	-361
长期股权投资	720	720	720	720	信用减值损失	-67	0	-30	0
固定资产	1,279	1,939	2,552	3,120	资产减值损失	-268	-5	-30	-35
在建工程	73	87	101	115	公允价值变动收益	0	0	0	0
无形资产	197	202	199	197	投资收益	116	20	5	15
商誉	156	156	156	156	其他收益	26	26	20	26
其他非流动资产	420	417	415	413	营业利润	311	519	652	780
非流动资产合计	2,845	3,521	4,142	4,721	营业外收入	5	6	3	5
资产合计	58,474	35,732	36,326	37,263	营业外支出	55	10	50	60
短期借款	2,270	0	0	0	利润总额	261	515	605	725
应付票据及账款	9,266	1,916	2,140	2,498	所得税	196	129	151	181
预收款项	0	0	0	0	净利润	65	386	454	544
合同负债	17,869	5,912	6,936	8,159	少数股东损益	20	39	45	54
其他应付款	16,211	16,211	16,211	16,211	归属母公司净利润	45	347	409	490
其他流动负债	4,990	4,339	4,379	4,411	EPS (按最新股本摊薄)	0.04	0.34	0.40	0.48
流动负债合计	50,606	28,379	29,665	31,280	主要财务比率				
长期借款	2,215	1,315	415	-485		2022A	2023E	2024E	2025E
应付债券	0	0	0	0	成长能力				
其他非流动负债	86	86	86	86	营业收入增长率	4.8%	-66.9%	17.3%	17.6%
非流动负债合计	2,301	1,401	501	-399	EBIT 增长率	-16.5%	-41.8%	-55.0%	127.1%
负债合计	52,907	29,779	30,166	30,880	归母公司净利润增长率	-87.4%	664.5%	17.6%	19.8%
归属母公司所有者权益	3,717	4,064	4,226	4,394	获利能力				
少数股东权益	1,850	1,889	1,934	1,989	毛利率	24.6%	52.9%	53.6%	54.8%
所有者权益合计	5,567	5,953	6,160	6,382	净利率	0.5%	9.0%	9.0%	9.2%
负债和股东权益	58,474	35,732	36,326	37,263	ROE	0.8%	5.8%	6.6%	7.7%
					ROIC	5.5%	3.9%	2.4%	5.2%
现金流量表					偿债能力				
单位:百万元	2022A	2023E	2024E	2025E	资产负债率	90.5%	83.3%	83.0%	82.9%
经营活动现金流	998	20,607	-328	-229	流动比率	1.1	1.1	1.1	1.0
现金收益	542	344	172	389	速动比率	0.2	0.8	0.7	0.6
存货影响	2,157	36,528	-1,517	-1,907	营运能力				
经营性应收影响	670	1,451	-41	-42	总资产周转率	0.2	0.1	0.1	0.2
经营性应付影响	3,375	-7,351	224	358	应收账款周转天数	9	20	9	9
其他影响	-5,746	-10,365	834	973	存货周转天数	1,738	4,958	1,585	1,616
投资活动现金流	1	-772	-779	-769	每股指标 (元)				
资本支出	-135	-795	-786	-786	每股收益	0.04	0.34	0.40	0.48
股权投资	10	0	0	0	每股经营现金流	0.98	20.27	-0.32	-0.23
其他长期资产变化	126	23	7	17	每股净资产	3.66	4.00	4.16	4.32
融资活动现金流	-1,618	-3,012	-702	-861	估值比率				
借款增加	-1,566	-3,170	-900	-900	P/E	208	27	23	19
股利及利息支付	-1,206	-426	-410	-436	P/B	3	2	2	2
股东融资	148	0	0	0	EV/EBITDA	57	89	130	74
其他影响	1,006	584	608	475					

数据来源: 公司报告、华福证券研究所

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn